

DAMPAK KEPEMILIKAN MANAGERIAL, *LARGE EXTERNAL SHAREHOLDERS* TERHADAP STRUKTUR MODAL DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN

OLEH: SRI SUDARSI

Fakultas Ekonomi Universitas Stikubank Semarang

ABSTRACT

The aims of this research are to provide empirical evidence about the effects of management ownership and ownership by large external shareholders on the capital structure of the firm, and also to analyse effects of interaction between management ownership and ownership by large external shareholders on the capital structure. This analysis is basically for perspective agency theory.

Population in this research are all manufacture industry firms which a listed in Jakarta Stock Exchange, during year 2000-2005. Method intake of sample is purposive sampling. Data collecting done with cross-sectional, final sample consists of 128 firms a year. Data analyzing technique used 4 equation models with SPSS program. Examination to hypothesis is basically done after detecting outlier and test of classic assumption.

Result of finding show that capital structure (Debt ratio) is positively related to management ownership and negatively related to ownership by large external shareholders. Furthermore, the presence of large external shareholders acts to negate the positive relationship between debt ratio and management ownership not proved. Profit and Growth variables are negatively relatively related to debt ratio and debt ratio is positively related to firm size, and significant.

Key words: Capital structure; management ownership, Large external Shareholder, and Agency theory.

PENDAHULUAN

Untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memakmurkan pemilik perusahaan, maka perusahaan harus dikelola secara profesional. Adakalanya pemilik perusahaan memilih untuk tidak mengelola sendiri perusahaannya, namun menyerahkan kepada pihak lain yang dianggap berkompeten untuk mengendalikan perusahaan. Keputusan inilah yang menyebabkan terjadinya pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan kepemilikan dan pengendalian bisa menyebabkan manajer melakukan tindakan yang tidak sesuai dengan harapan pemilik. Permasalahan akan timbul jika manajer bertindak demi kepentingan pribadinya, dengan mengorbankan kepentingan pemilik. Hal ini akan menyebabkan terjadi konflik keagenan (*agency problem*). Menurut Brigham dan Daves (2004), konflik keagenan terjadi ketika manajer memiliki kurang dari seratus persen kepemilikan saham perusahaan.

Lebih lanjut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan semakin besar perusahaan akan

semakin potensial terkena konflik keagenan sebagai akibat adanya pemisahan antara fungsi pengambilan keputusan dan penanggung resiko (*risk beating*). Manajer memiliki kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan, hal ini dikarenakan resiko yang ditanggung relatif sama (*agency cost of equity*). Untuk mengurangi konflik antara pemegang saham internal dan pemegang saham eksternal maka diperlukan mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Dengan adanya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan sejumlah biaya yang disebut biaya keagenan (*agency cost*).

Untuk mengurangi konflik keagenan dan biaya keagenan dapat dilakukan dengan cara yaitu: pertama dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, masalah keagenan bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham, dengan kepemilikan saham tersebut maka manajerial akan bertindak secara hati-hati karena merasakan langsung akibat dari keputusan yang diambilnya sehingga manajerial tidak melakukan tindakan yang *opportunistic*. Dengan demikian kepemilikan saham manajerial

perusahaan merupakan insentif bagi para manajer dalam perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan, sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Agrawal Mandelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan yang positif antara kepemilikan saham manajerial (*insider*) dengan debt ratio. Sementara Friend dan Lang (1988), Bathala et al (1994) secara empiris menemukan hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan utang.

Kedua, adanya pengawasan eksternal melalui penggunaan utang. Peningkatan penggunaan utang (*debt financing*) akan mempengaruhi komposisi modal. Dengan adanya utang, perusahaan berkewajiban membayar secara periodik atas beban bunga dan pokok utang. Hal tersebut dapat mengontrol manajer perusahaan yang memiliki *cash flow* yang berlebihan dan investasi yang tidak optimal. Utang tidak hanya menyelaraskan kepentingan manajer perusahaan dengan pemegang saham, tetapi juga meningkatkan resiko kebangkrutan dan hilangnya pekerjaan. Kondisi ini akan memaksa manajer untuk mengurangi pengeluaran yang tidak perlu sehingga terjadi efisiensi. Lebih lanjut Grossman dan Hart (1982) dalam Short et al (2002), menjelaskan bahwa keberadaan utang mendorong manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan lebih efisien, karena dengan utang merupakan peringatan resiko kebangkrutan, kehilangan kontrol dan reputasi. Hasil penelitian Sorenson (1986); Friend dan Lang (1988); Jensen et al. (1992); Bathala et al. (1994); Firth (1995); Berger et al (1997) membuktikan terdapat hubungan yang negatif antara tingkat utang dengan kepemilikan manajemen, artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial semakin kecil utang yang diambil. Sebaliknya Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992), dengan menggunakan data dan metode serta teknik pengambilan sampel yang berbeda, membuktikan bahwa terdapat hubungan yang positif antara persentase saham yang dimiliki oleh manajerial dengan *debt ratio*.

Ketiga dengan kepemilikan pemegang saham eksternal (investor institusional dan *Large*

External shareholders lainnya) sebagai *monitoring agent*. Kepemilikan eksternal dapat digunakan untuk mengurangi biaya keagenan. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya untuk menentang keberadaan manajerial, maka konsekuensi dari penyebaran kekuasaan merupakan hal yang relevan adanya kepemilikan eksternal atau investor akan mendorong pengawasan yang lebih optimal kinerja manajer. Bathala et al (1994) menyatakan bahwa kepemilikan saham institusional sebagai *Large External shareholders* merupakan *monitoring agent* yang penting dalam memainkan peranan secara aktif dan konsisten didalam melindungi investor saham yang mereka pertahankan didalam perusahaan. Dengan hal tersebut maka struktur kepemilikan sangat penting menentukan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa pemegang saham dalam proporsi yang besar memiliki kekuatan dan insentif yang lebih besar untuk mengontrol manajemen guna memaksimalkan nilai pemegang saham. Demikian pula perusahaan dengan kepemilikan eksternal, pemegang saham eksternal dalam jumlah yang besar akan melakukan pengawasan terhadap keputusan manajemen. Kepemilikan eksternal yang besar atau *Large External shareholders* akan mengurangi manajemen melakukan tindakan yang merugikan perusahaan, dan akan meningkatkan nilai pemegang saham.

McCornell dan Servaes (1995) menemukan bahwa komposisi saham yang dimiliki oleh *Large External shareholders* dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Jika utang dapat digunakan sebagai sarana mengontrol manajemen dalam tindakan penggunaan fasilitas perusahaan yang berlebihan, maka kepemilikan institusional dan kepemilikan *Large External shareholders* mempunyai insentif untuk menekan manajer dalam kebijakan utang perusahaan, semakin besar kepemilikan eksternal maka diharapkan semakin kecil utang perusahaan.

Dari ketidak konsistensi hasil penelitian terdahulu menunjukkan hubungan keagenan

antara manajerial dengan kepemilikan eksternal sangat dipengaruhi oleh mekanisme yang digunakan dalam mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terlibat dalam perusahaan (pemegang saham, manajerial dan debtholder) itu sendiri. Sehingga peneliti ingin meneliti kembali tentang dampak kepemilikan manajerial, *large external shareholders* terhadap struktur modal dalam perspektif teori keagenan.

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Tori keagenan.

Tujuan manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran bagi pemegang saham, yang tercermin dalam nilai perusahaan. Dalam mencapai tujuan tersebut maka perusahaan harus dikelola dengan sebaik-baiknya. Adakalanya pemilik memutuskan untuk tidak mengelola sendiri dan mendelegasikannya pada pihak lain (pihak kedua) untuk bertanggung jawab dalam pengelolaan perusahaan. Keputusan inilah yang menyebabkan terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian antara pemilik sebagai prinsipal dan manager sebagai agen (Jensen dan Meckling, 1976). Lebih lanjut, Jensen dan Meckling (1976) juga menyatakan hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih prinsipal (pemilik) menggunakan orang lain sebagai agen (manajer) untuk melaksanakan aktivitas perusahaan.

Brigham dan Daves (2004), menyatakan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika satu individu (orang) atau lebih yang disebut prinsipal (pemilik) yang mempekerjakan orang lain yang disebut agen (manajer) untuk melaksanakan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agen yang bersangkutan.

Dalam teori keagenan, prinsipal (pemilik) sebagai pemegang saham, menyediakan fasilitas-fasilitas dan dana yang dibutuhkan dalam operasional perusahaan, sedangkan manajer sebagai agen merupakan pengelola perusahaan yang berkewajiban menjalankan perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan menciptakan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Pemisahan kepemilikan (prinsipal) dan pengendalian (manajer) menyebabkan manajer bertindak tidak

sesuai dengan harapan pemilik, manajer cenderung berusaha untuk meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya yang ditanggung oleh pihak lain yaitu para pemegang saham. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan fungsi antara pengambilan keputusan dengan penanggung risiko atau sering disebut dengan *the separation of the decision making and risk bearing functions of the firm* (Jensen dan Meckling, 1976). Manajer mempunyai kecenderungan untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan, hal ini dikarenakan risiko yang ditanggung relatif sama (*agency cost of equity*).

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan (manajer, pemilik dan kreditor) akan berperilaku, karena pada dasarnya mempunyai kepentingan yang berbeda (Husnan, 2001). Perbedaan inilah yang kemudian menyebabkan terjadinya konflik keagenan.

Hal-hal yang menyebabkan terjadinya konflik keagenan antara lain: *excessive perquisite*, asimetri informasi (manajer atau agen sebagai *insider* mempunyai informasi yang tidak dimiliki oleh *principal*), orientasi jangka pendek (manajer lebih menyukai melakukan investasi yang memberikan tingkat pengembalian jangka pendek karena manajer dibatasi oleh masa jabatan pada perusahaan), pengambilalihan sumber daya manusia, *risk aversion*, *overretention* (manajer lebih menyukai mempertahankan sumber daya yang dimiliki untuk meningkatkan likuiditas perusahaan daripada meningkatkan dividen). Hal-hal tersebut dapat memicu terjadinya konflik keagenan karena manajer dalam menjalankan perusahaan tidak benar-benar bertujuan untuk kepentingan pemegang saham tetapi mereka mengharapkan dapat memperoleh kompensasi (*pecuniary benefits*), seperti upah dan bonus. Selain itu juga mengharapkan kompensasi *non-pecuniary benefits* yang dapat meningkatkan *prestige* (Rao, 1995).

Struktur Modal dan Struktur kepemilikan.

Menurut Struktur modal merupakan jumlah relatif obligasi, waran dan utang (yang

menunjukkan kewajiban perusahaan) terhadap modal perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Van Horne and Wachowicz, Jr. (1995) struktur modal merupakan bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa.

Lebih lanjut Myers dan Mujluf (1984) merumuskan teori struktur modal yang selanjutnya disebut pecking order theory, yang menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai, dimana dalam investasi akan dibiayai dengan dana internal terlebih dahulu (yaitu laba yang ditahan), kemudian baru digunakan oleh penerbitan hutang dan terakhir dengan penerbitan saham baru.

Sedangkan struktur kepemilikan menunjukkan jumlah relatif mengenai hak kepemilikan yang dipegang oleh *insider* (manajer) dan yang dimiliki oleh *outsider* (investor sebagai pemilik yang tidak berperan langsung pada perusahaan).

Penelitian Terdahulu.

Agrawal dan Mandelker (1987) menemukan bukti empiris bahwa jumlah saham yang pegang oleh manajer (*insiders*) pada perusahaan yang *variance return*nya meningkat lebih besar dari pada perusahaan yang *variance return*nya menurun. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham insider (manajerial) pada perusahaan yang *debt equity* rasionya meningkat lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh insider yang *debt equity* rasionya menurun. Artinya bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka *debt* rasionya akan meningkat. Hasil penelitian ini menemukan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan saham manajerial (insider) dengan *debt ratio*.

Friend dan Lang (1988) melakukan penelitian dengan menggunakan sample 984 perusahaan yang listed di NYSE pada periode 1979- 1983. Metode analisa data yang digunakan adalah regresi (OLS). Hasil temuan menunjukkan bahwa *debt ratio* memiliki hubungan negatif terhadap manajerial *ownership*. Hal ini menunjukkan bahwa

penggunaan utang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan.

Mehran (1992) menganalisis hubungan struktur modal perusahaan dengan *Incentive plans, managerial equity invesment, control of board of directors and major shareholder*. Variabel yang digunakan manajerial, *outsideboard members*, individual investor, *institusional investors, growth opportunities, collateral value of assets and business risk*. Temuan penelitian ini memperlihatkan adanya hubungan positif antara prosentase saham yang dimiliki manajerial (*insiders*) dengan rasio utang, dan terdapat hubungan positif antara individual *investment* dengan rasio utang serta terdapat hubungan negatif dan signifikan antara institusional *holding* dengan rasio utang.

Penelitian yang lakukan oleh Bathala *et al* (1994) dengan menggunakan sampel perusahaan yang listed di New York Stock Exchange (NYSE), American Stock Exchange (ASE) dan *the-over-the-counter* (OTC) yang eksis dipasar sampai tahun 1988. Analisis data dilakukan menggunakan *2-stage least squares* (2 SLS) dan regression (OLS). Hasil penelitian ini menemukan bahwa kebijakan utang dan kepemilikan manajerial ditentukan oleh pertukaran variabel kepemilikan institusional yang tinggi, diasosiasikan dengan tingkat rasio utang yang rendah dan kepemilikan manajerial rendah. Artinya bahwa kepemilikan manajerial berhubungan negatif dengan rasio utang dan kepemilikan institusional berhubungan negatif dengan rasio utang.

Masdupi E., (2002) melakukan penelitian untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan (*Insider Ownership, Shareholder dispersion dan Institutional investor*) dan beberapa variabel kontrol terhadap kebijakan utang perusahaan (*debt ratio*) dalam konteks teori keagenan pada perusahaan yang terdaftar di BEJ, selain keuangan dan asuransi, selama periode 1992-1996. Metode pengumpulan data dilakukan dengan *pooling* menggunakan 100 perusahaan. Sample yang terpilih berdasarkan *purposive sampling* dan metode statistik yang digunakan adalah *Multiple regression*. Hasil penelitian: menemukan *insider ownership* dan institusional investor berpengaruh signifikan

dan berhubungan negatif dengan *debt ratio*, sedangkan *shareholder dispersion* tidak berpengaruh signifikan terhadap *debt ratio*.

Solihah, E. dan Taswan, 2002, melakukan penelitian untuk menguji pengaruh hutang terhadap nilai perusahaan, dampak kepemilikan *insider*, *firm size* dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Metode pemilihan sampel dengan menggunakan *purposive sampling*. Sampel perusahaan yang terdaftar di BEJ. Sampel yang digunakan 95, dengan metode analisis menggunakan *Structural equation modelling* (SEM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan *insider*, *firm size* dan profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan *insider* berpengaruh secara positif dan tidak signifikan terhadap hutang.

Lebih Lanjut Short *et al* (2002), membuktikan bahwa *debt ratio* memiliki hubungan yang positif terhadap kepemilikan manajerial, dan memiliki hubungan negatif terhadap kepemilikan eksternal yang besar (*Large External Shareholders*). Selanjutnya interaksi kepemilikan eksternal yang besar (*Large External Shareholders*) akan melemahkan hubungan antara kepemilikan manajerial dengan *debt ratio*. Penelitian tersebut menggunakan sampel 226 perusahaan yang *listed* di London Stock Exchange Official periode 1988-1992. Metode pengumpulan data dengan *crossactions* dengan metode statistik yang digunakan adalah *OLS regresi*.

Kepemilikan Manajerial dan Struktur Modal.

Struktur kepemilikan perusahaan merupakan pengelompokan atau pembagian kepemilikan perusahaan. Berdasarkan keterlibatan dalam manajemen perusahaan, struktur kepemilikan dalam perusahaan terbagi dalam kepemilikan manajerial (*insider*) dan kepemilikan eksternal (*outsider*). Dalam struktur kepemilikan perusahaan, dapat mencerminkan pengawasan pemilik terhadap manajemen untuk mengurangi biaya keagenan.

Grosman dan Hart (1992) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi dan hutang yang terlalu tinggi juga berdampak buruk

terhadap perusahaan. Tingkat kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi dapat menimbulkan masalah pertahanan (*entrenchment problems*) artinya tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan mereka memiliki posisi yang kuat untuk melakukan kontrol terhadap perusahaan, dimana pihak pemegang saham eksternal akan mengalami kesulitan untuk mengendalikan tindakan manajerial. Hal ini disebabkan karena manajerial memiliki hak voting yang tinggi atas kepemilikan.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa tingkat utang yang optimum akan menghasilkan total biaya keagenan yang minimum pada tingkat utang dan saham. Konsekuensi pada perspektif teori keagenan, hubungan antara tingkat utang dengan kepemilikan manajerial tergantung pada ukuran relatif dari biaya keagenan utang dan saham yang eksis diberbagai tingkatan pada kepemilikan manajerial. Dalam penelitian De Jong (1999) dalam Short, *et al* (2002) memberikan bukti empiris yang berbeda dengan penelitian sebelumnya, yaitu tidak dapat menemukan hubungan yang langsung antara *leverage* dan masalah keagenan, akan tetapi hasil penelitiannya memberikan bukti empiris lain yaitu bahwa kepemilikan saham oleh manajerial dapat mengurangi konflik dan ada penyesuaian kepentingan (*alignment*) antara manajer dan pemegang saham (*shareholders*).

Secara empiris Agrawal dan Mandelker (1987) dan Mehran (1992) menemukan hubungan yang positif antara persentase saham yang dimiliki oleh manajerial dan *debt ratio*. Menggunakan data yang berbeda, metode dan teknik pengambilan sampel yang berbeda. Lebih lanjut Sorenson (1986) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi merupakan karakteristik biaya keagenan utang yang relatif rendah, karena pihak kreditor lebih mempercayai perusahaan sehingga negosiasi pihak manajer (*insider*) mengurangi biaya keagenan. Begitu juga menurut Berglof (1990) yang menyatakan penggunaan kerangka pikir bahwa dalam perusahaan dengan struktur kepemilikan yang terpusat pada kepemilikan manajerial (*insider*) akan menggunakan utang yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan

struktur kepemilikan yang tersebar. Berdasar uraian di atas, maka diharapkan terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang, sehingga hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap tingkat utang.

Kepemilikan *Large external shareholders* dan Struktur Modal

Pengaruh dari keberadaan instusional dan kepemilikan *large external shareholders*, terhadap tingkat utang akan tergantung apakah keberadaan *large external shareholders* ini bersifat sebagai komplemen atau sebagai pengganti (substitusi) untuk mendukung atau menekan penggunaan utang. Peran komplementer ini ditunjukkan oleh Friend dan Lang (1998) yang mengemukakan bahwa portofolio pemegang saham eksternal yang besar akan cenderung lebih terdiversifikasi dibandingkan portofolio kepemilikan manajerial sehingga resiko pemegang saham eksternal yang besar akan lebih kecil. Ini menyebabkan *large external shareholders* akan menggunakan utang sebagai mekanisme pendisiplinan dan sebagai sarana langsung dalam memonitor manajer dalam menggunakan fasilitas perusahaan. Dalam hal ini utang bertindak sebagai komplemen dari pendisiplinan dari yang lainnya yang dilakukan oleh *large external shareholders* dan diharapkan mempunyai hubungan yang positif antara utang dengan keberadaan kepemilikan *large external shareholder*. Artinya semakin besar kepemilikan *large external shareholders* maka semakin besar rasio utangnya.

Keberadaan kepemilikan eksternal yang besar sebagai sarana pendisiplinan dianggap sebagai substitusi dari utang, dimana keberadaan kepemilikan *large external shareholders* melindungi kebutuhan tingkat utang yang tinggi yang digunakan sebagai sarana monitoring manajemen. Ross (1997) menyatakan bahwa manajemen menerbitkan utang sebagai sinyal kualitas perusahaan. Penerbitan utang akan memberikan sinyal bahwa manajemen merasa percaya diri akan menghasilkan aliran kas yang cukup untuk membayar bunga dimasa depan.

Zeckhauser dan Pound (1990) mengemukakan bahwa kepemilikan eksternal yang besar merupakan sinyal bagi pasar bahwa keberadaan *large external shareholders* tersebut akan mengurangi kemampuan manajemen dalam melakukan tindakan-tindakan untuk kepentingan dirinya sendiri yang dapat menyebabkan berkurangnya nilai perusahaan. Dalam hal ini, dikatakan bahwa kepemilikan *large external shareholders* yang besar dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas. Dikarenakan sifatnya yang substitusif terhadap kebijakan utang, maka kepemilikan *Large External shareholders* yang besar cenderung akan menurunkan penggunaan utang sebagai sarana pendisiplinan manajemen atau dengan kata lain dengan kepemilikan *Large External shareholders* yang besar maka tingkat utang perusahaan akan rendah.

Beberapa prediksi bahwa persentase dari *Large External shareholders* akan dihubungkan dengan rasio utang yang rendah. Artinya bahwa semakin besar atau semakin tinggi keberadaan *Large External shareholders* maka penggunaan utang akan rendah. Dalam studi empiris yang dilakukan oleh Zeckhauser dan Pound (1990); Chaganti dan Damanpour (1991); Bathala, *et al* (1994) dan Grier dan Zychowicz (1994) ditunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara hutang dan kepemilikan *Large External shareholders*. Karakteristik perusahaan dengan proporsi kepemilikan eksternal yang tinggi akan menghasilkan biaya keagenan lebih rendah dari pada karakteristik perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan eksternal yang besar. Sehingga perusahaan yang memiliki kepemilikan *Large External shareholders* yang tinggi akan mengurangi tingkat utang. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2: Kepemilikan *Large External shareholders* berpengaruh negatif terhadap tingkat utang.

Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan *Large External shareholders* dengan Struktur Modal

Penelitian sebelumnya menguji pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan eksternal yang besar terhadap tingkat utang perusahaan secara terpisah. Padahal

dimungkinkan bahwa kepemilikan eksternal yang besar memiliki pengaruh yang tak langsung terhadap tingkat utang, dimana kepemilikan eksternal yang besar, mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang. Ketika kepemilikan manajerial tinggi maka manajerial cenderung melakukan kebijakan menambah utang, dengan alasan bila mendapatkan keuntungan yang banyak maka manajemen hanya akan membayar sebesar bunga saja atau manajerial tidak menginginkan terjadinya dilusi kepemilikan. Keberadaan *Large External shareholders* akan mendorong mekanisme monitoring terhadap tindakan manajer, salah satunya melakukan kebijakan pendanaan dengan utang, hal ini sekaligus merupakan peningkatan resiko kebangkrutan bagi perusahaan maka, kepemilikan eksternal akan menghendaki manajer dalam kebijakan pendanaan dengan saham atau menekan utang. Sehingga dengan keberadaan *Large External shareholders* akan mengurangi atau menekan kebijakan hutang yang dilakukan manajer.

Berdasarkan hipotesis sebelumnya diharapkan terdapat hubungan yang positif antara tingkat utang dengan kepemilikan manajerial serta hubungan yang negatif antara utang dengan kepemilikan eksternal yang besar. Keberadaan kepemilikan eksternal yang besar diharapkan memoderasi hubungan positif antara tingkat utang dengan kepemilikan manajerial. Ketika kepemilikan eksternal yang besar tidak ada dalam perusahaan, manajer yang memiliki saham perusahaan dapat dengan bebas mengurangi perilaku memindahkan risiko. Hal ini akan mengurangi biaya keagenan dari utang dan meningkatkan biaya keagenan dari saham. Ketika terdapat kepemilikan eksternal yang besar dalam perusahaan, manajer akan dibatasi dalam tindakan yang mereka ambil dan menghadapi tekanan yang besar dalam mengambil proyek yang berisiko. Sehingga dengan keberadaan kepemilikan eksternal yang besar diharapkan biaya keagenan dari utang yang tinggi dan biaya keagenan dari saham rendah. Ketika kepemilikan manajerial yang tinggi dan tidak terdapat kepemilikan eksternal maka manajer akan memiliki kekuasaan yang penuh, sehingga selain meningkatkan kinerja juga cenderung akan menggunakan fasilitas-fasilitas yang berlebihan,

sehingga akan meningkatkan biaya keagenan, ketika perusahaan terdapat *Large External shareholders* maka manajer akan terkontrol dalam menggunakan keuntungan untuk keperluan pribadi, sehingga hubungan - hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan utang akan diperlemah (dikurangi) dengan keberadaan kepemilikan *Large External shareholders*. Berdasar uraian di atas, maka hipotesis ketiga dirumuskan sebagai berikut:

Hipotesis 3: Keberadaan *Large External shareholders* akan melemahkan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini data yang digunakan merupakan data skunder, data yang diperlukan dalam penelitian meliputi struktur kepemilikan dan laporan keuangan yaitu: rasio utang, proporsi kepemilikan manajerial, proporsi kepemilikan eksternal yang terbesar, pertumbuhan aktiva, profitabilitas, jaminan nilai aktiva, dan sales dari sejumlah perusahaan industri manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta pada *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan Sumber data berasal dari *database* pasar modal Fakultas Ekonomi UGM, www.jsx.co.id serta sumber lain yang terkait. Data yang dikumpulkan adalah data historis dari periode tahun 2000 sampai dengan tahun 2005. Metode yang digunakan dalam pemilihan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel yang didasarkan pada kriteria-kriteria tertentu. (Cooper dan Schindler, 2003). Kriteria penelitian yang digunakan untuk memilih sample dengan prosedur sebagai berikut:

Perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Jakarta dari tahun 2000-tahun 2005.

1. Perusahaan industri manufaktur yang eksis BEJ selama periode pengamatan.
2. Perusahaan yang memiliki informasi kepemilikan manajerial.
3. Perusahaan memiliki kebijakan utang jangka panjang dan jangka pendek.

Pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini dengan *cross-sectional*. Teknik *cross-sectional* dilakukan dengan menghitung rata-rata dari masing-masing variabel setiap perusahaan yang memenuhi kriteria pada tahun 2000 sampai tahun 2005. Berdasarkan metode pengambilan sampel dan pengumpulan data, sampel penelitian ini berjumlah 155 perusahaan industri manufaktur, setelah mengeluarkan data-data ekstrim (*outlier*) dan melakukan pengujian normalitas, maka jumlah data yang valid tinggal 128 perusahaan.

Definisi operasional dan pengukuran variabel.

Dalam penelitian ini menggunakan beberapa variabel yaitu: variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol untuk menguji hipotesis. didefinisi dan formulasi dari masing-masing variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Variabel Dependen menggunakan rasio Utang (*Debt Ratio*) yang merupakan pendekatan pengukuran struktur modal yang menunjukkan proporsi utang terhadap modal keseluruhan. Rasio utang diukur dengan cara membagi nilai buku total utang dengan jumlah nilai buku utang dan nilai pasar saham, dengan formulasi sebagai berikut:

$$Debt = \frac{TD}{TA}$$

Variabel Independen:

Kepemilikan manajerial yang diberi simbol MAN yang merupakan persentase saham yang dimiliki oleh manajer atau direksi.

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajer dan direksi yang secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan, dengan formulasi sebagai berikut:

$$MAN = \frac{D \& CShrst}{TotalShrst}$$

Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial yang digunakan adalah kepemilikan manajerial pada tahun 2000, karena kinerja dari pada manajerial baru akan terlihat pada waktu yang akan datang (Short *et al*, 2002).

Large External Shareholders yang diberi simbol (LES) yang merupakan persentase kepemilikan LES (pemegang saham eksternal, baik individu

maupun institusi yang memiliki tingkat kepemilikan terbesar).

Formulasinya adalah sebagai berikut:

$$LES = \frac{ELS}{TShrs}$$

Dummy keberadaan kepemilikan *Large External shareholders* yang besar (DUMLES), yang bernilai 1 bila terdapat *Large External shareholders* dengan tingkat kepemilikan di atas 50 % dan bernilai 0 bila tingkat kepemilikan *Large External shareholders* dibawah 50%. Digunakan kepemilikan *Large External shareholders* dengan cut of diatas 50% ini, dikarena kepemilikan *Large External shareholders* diatas 50% yang benar-benar mampu membuat *Large External shareholders* yang bersangkutan dapat mempengaruhi atau mengontrol kebijakan perusahaan.

Variabel Kontrol: Profitabilitas yang merupakan laba operasional yang kemudian disebut dengan PROFTA, Variabel tersebut diukur dari rata-rata laba operasional (EBIT) dibagi total asset selama 6 tahun. Digunakan EBIT, karena EBIT merupakan laba operasional yang dihasilkan oleh perusahaan sebelum membayar bunga dan pajak. Variabel EBIT atau laba operasional yang terdapat dalam laporan keuangan, adapun formulasinya adalah sebagai berikut:

$$PROFTA = \frac{EBIT_t}{TA_t}$$

Pertumbuhan Total Aktiva yang merupakan perubahan total aktiva selama 6 tahun yang selanjutnya disebut GROWTA. Variabel GROWTA tersebut diukur dengan rata-rata pertumbuhan tingkat total aktiva. Variabel total asset yang terdapat dalam laporan keuangan, dengan formulasi sebagai berikut:

$$GROWTA = \ln \frac{TA_t}{TA_{t-1}}$$

Nilai jaminan asset yang kemudian di beri simbol dengan FATA yang merupakan rasio dari nilai buku aktiva tetap dengan total aktiva. Nilai jaminan dihitung dari rata-rata aktiva tetap dibagi total asset selama 6 tahun. Variabel aktiva tetap yang terdapat dalam laporan keuangan,

Adapun formulasinya adalah sebagai berikut: (Chen dan Stainer, 1998)

$$FATA = \frac{FA_t}{TA_t}$$

SIZE (Ukuran perusahaan) = Ln dari total penjualan

Ukuran perusahaan merupakan hasil penjualan tahunan selama 6 tahun. Ukuran perusahaan diukur dari rata-rata penjualan dibagi 6 tahun. Ukuran perusahaan yang selanjutnya disebut SIZE, Variabel penjualan yang terdapat dalam laporan keuangan.

Model Analisis dan Pengujian Hipotesis

Pengujian Hipotesis ke-1 pada pengujian hipotesis ini, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap utang dianalisis menggunakan analisis regresi berganda dengan model persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{Debt} = \alpha_1 + \beta_1 \text{MAN} + \beta_2 \text{LES} + \beta_3 \text{DUMLES} + \beta_4 \text{MAN} \times \text{DUMLES} + \beta_5 \text{FATA} + \beta_6 \text{PROFTA} + \beta_7 \text{GROWTA} + \beta_8 \text{SIZE} + \varepsilon$$

Hipotesis ke-1 diterima apabila pada persamaan tersebut koefisien β_1 bernilai positif signifikan. Nilai positif signifikan pada koefisien β_1 menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial, semakin besar dorongan untuk mempergunakan utang dalam keputusan pendanaan perusahaan.

Hipotesis 2 diterima apabila koefisien β_2 bernilai negatif signifikan. Nilai negatif signifikan koefisien β_2 pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan *Large External shareholders*, semakin berkurang dorongan untuk menggunakan utang dalam keputusan pendanaan perusahaan. Sedangkan nilai negatif koefisien β_3 pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa keberadaan *Large External shareholders* yang besar menurunkan tingkat penggunaan utang.

Pengujian Hipotesis 3, pada pengujian ini, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap utang ketika terdapat kepemilikan *Large External shareholders* berusaha dianalisis menggunakan model persamaan yang memasukkan variabel

interaksi kepemilikan manajerial dengan kepemilikan *Large External shareholders*.

Hipotesis 3 diterima apabila koefisien β_4 pada persamaan tersebut bernilai negatif signifikan. Nilai negatif signifikan koefisien β_4 pada persamaan tersebut menunjukkan bahwa dengan keberadaan kepemilikan *Large External shareholders* yang besar akan menurunkan pengaruh kepemilikan manajerial dari sebesar β_1 menjadi $(\beta_1 + \beta_4)$

Keterangan:

Debt = rasio utang, α = konstanta, MAN = kepemilikan manajerial dan direksi,

LES = kepemilikan eksternal yang terbesar (baik individual maupun institusional) DUMOB = Dummy keberadaan *Large External shareholders* dengan tingkat kepemilikan diatas 50% bernilai 1 berarti ada, dan 0 tidak ada.

MANDUMLES = variabel interaksi antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan *Large External shareholders*, dimana MANDUMLES = 1, MAN ketika terdapat *Large External shareholders* dengan tingkat kepemilikan diatas 50% dan MANDUMLES = 0, ketika tidak terdapat *Large External shareholders* dengan kepemilikan diatas 50%.

FATA = nilai jaminan asset, PROFTA = profitabilitas, GROWTA = pertumbuhan total asset, Size = ukuran perusahaan

Teknik Analisis

Analisis dalam penelitian ini digunakan menggunakan program SPSS. Pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan regresi (OLS) yang pada dasarnya setelah deteksi outlier dan uji pelanggaran asumsi klasik. Uji asumsi klasik meliputi uji multikolonieritas yang bertujuan untuk menguji adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Dalam uji tersebut menghasilkan nilai tolerance < 1 atau nilai variance inflation factor > 1. Sehingga variabel tersebut tidak terjadi multikolonieritas. Uji Normalitas dalam uji ini peneliti menggunakan uji statistik non parametrik kolmogorov-smirnov (K-S). Dari hasil uji besarnya nilai kolmogorov-smirnov tidak signifikan (0,723) hal ini berarti data residual terdistribusi secara normal. Uji Autokorelasi dengan menggunakan uji *langrange Multiplier*. Dari hasil pengujian tidak satupun variabel yang digunakan memiliki

koefisien lag residual yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa model terbebas dari adanya autokorelasi. Uji heteroskedastisitas dengan menggunakan uji glejser. Dari hasil pengujian model regresi masih terdapat variabel yang signifikan, yang kemudian diperbaiki dengan menggunakan Weighted least square dengan absolut residual dengan hasil masih terdapat variabel yang signifikan berarti masih terkena heteroskedastisitas. Apabila terjadi heteroskedastisitas, estimator least square masih tidak bias, tetapi menjadi tidak efisien (Gujarati, 2003). Oleh karena itu model masih dapat digunakan.

Tujuan dari pengujian tersebut supaya perhitungannya dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi dari hasil penelitian secara parsial (uji t) hanya dilakukan terhadap variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel independen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik diskriptif

Sampel yang digunakan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap struktur modal dalam perspektif teori keagenan berjumlah 128 perusahaan manufaktur untuk periode tahun 2000- tahun 2005. Gambaran umum sampel dapat dilihat dalam deskripsi statistik penelitian pada tabel 1.

Tabel 1
Descriptive Statistics

	<i>N</i>	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>
Debt Rasio	128	.14	2.23	.6549	.36715
MAN	128	.00	18.70	1.3460	3.61567
LES	128	.00	92.00	51.4459	20.58190
DUMLES	128	.00	1.00	.5547	.49895
MDUMLES	128	.00	20.00	.8906	3.08079
FATA	128	.0213	.9031	.409103	.2066535
PROFTA	128	-.28872	.48725	.0707051	.09889651
GROWTA	128	-14.6414	61.4714	8.611727	12.7517032
LNSIZE	128	10.27492	17.44535	13.322999	1.38918517

Sumber: Lampiran

Berdasarkan Tabel 1. dapat dijelaskan bahwa dari 128 pengamatan, variabel struktur modal dalam perusahaan yang menggunakan *proxi Debt ratio*, memiliki rata-rata sebesar 0,6549. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan masih memiliki rasio utang relatif rendah. Artinya kewajiban yang ditanggung perusahaan masih dibawah total asset perusahaan. Nilai debt rasio tertinggi adalah 2,23 dan terendah 0,14, dengan standar deviasi sebesar 36,72%. Hal ini memperlihatkan adanya interval debt rasio perusahaan yang relatif jauh.

Variabel kepemilikan manajerial atau *insider* (MAN), memiliki rata-rata sebesar 1,346. Hal ini menunjukkan tingkat kepemilikan manajerial dalam perusahaan masih rendah. Kepemilikan manajerial yang tinggi sebesar 18,7 dan paling rendah 0 dengan standar deviasi sebesar 361,57%. Hal ini menunjukkan perbedaan kepemilikan manajerial yang besar antara pengamatan yang digunakan, atau berada pada interval yang jauh.

Variabel *large external shareholders* (LES) memiliki rata-rata sebesar 51,45. Hal ini memperlihatkan tingkat kepemilikan LES dalam perusahaan relatif sangat tinggi. Kepemilikan LES yang paling tinggi sebesar 92,00 dan paling rendah 0 dengan standar deviasi sebesar 2058,19%. Hal ini menunjukkan perbedaan *large external shareholders* yang relatif tinggi antara pengamatan yang digunakan, atau berada pada interval jauh. Variabel *dummy LES* (DUMLES) memiliki rata-rata 0,55 dengan nilai tertinggi 1 dan nilai terendah 0, serta standar deviasi sebesar 49,9%. Hal ini memperlihatkan bahwa jumlah perusahaan yang memiliki kepemilikan hampir sebanding dengan perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan *large external shareholders*. Variabel interaksi *dummy kepemilikan LES dan kepemilikan manajerial* (MANDUMLES) memiliki rata-rata 0,89 dengan nilai tertinggi 20 sedangkan nilai terendah 0, serta standar deviasi 308,08%. Artinya bahwa keberadaan kepemilikan manajerial dan kepemilikan LES memiliki perbedaan yang relatif tinggi antar pengamatan yang digunakan atau berada pada interval yang jauh.

Variabel nilai jaminan aset (FATA), yang memiliki rata-rata 0,4091. Nilai tertinggi dari jaminan aset adalah sebesar 0,9031 dan terendah

adalah sebesar 0,0213 dengan standar deviasi sebesar 20,67%. Hal ini menunjukkan adanya interval nilai jaminan asset dalam perusahaan yang relatif jauh.

Variabel profitabilitas (PROFTA) memiliki rata-rata adalah sebesar 0,0707 atau 7,07%. Artinya bahwa profitabilitas yang dihasilkan perusahaan relatif kecil. Nilai profitabilitas tertinggi adalah sebesar 0,48725 atau 48,73% sedangkan nilai profitabilitas terendah adalah -28,87%, serta standar deviasi adalah sebesar 98,90%. Hal ini menunjukkan bahwa adanya perbedaan profitabilitas antar pengamatan relatif jauh.

Variabel pertumbuhan (GROWTA) memiliki rata-rata sebesar 8,6117. Pertumbuhan total aktiva dalam perusahaan masih relatif tinggi. Nilai pertumbuhan total aktiva tertinggi adalah sebesar 61,47 sedangkan nilai pertumbuhan terendah adalah sebesar -14,64, serta standar deviasi sebesar 1275,70. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan pertumbuhan total aktiva antar pengamatan yang sangat jauh.

Variabel Ukuran perusahaan (*Firm Size*) yang dinyatakan dalam ln penjualan dengan nilai rata-rata sebesar Rp. 13,323. Nilai tertinggi adalah sebesar 17,445, sedangkan nilai terendah sebesar 10,275, serta standar deviasi sebesar 138,92%. Hal ini menunjukkan adanya perbedaan penjualan antar pengamatan yang jauh.

Hasil pengujian

Hasil analisis menunjukkan adanya konsistensi bentuk pengaruh variabel kontrol terhadap kebijakan utang pada keempat model persamaan yang digunakan dalam penelitian ini. Profitabilitas (PROFTA) perusahaan terbukti secara konsisten berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan (GROWTA) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Ukuran perusahaan (LNSIZE) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan utang perusahaan. Sedangkan variabel Aktiva tetap (FATA) tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang perusahaan.

Tabel 2.
Hasil Uji Statistik

<i>Variabel dependen DEBT</i>	
Konstanta	0,244 (-0,590)
MAN	0,009 (0,557)
LES	0,001 (0,514)
DUMLES	0,068 (0,835)
MANDUMLES	-0,005 (-0,241)
FATA	-0,105 (-0,518)
PROFTA	-2,438 (-5,587) ***
GROWTA	-0,012 (-3,328) ***
LNSIZE	0,094 (2,923) ***
R	0,652
R ²	0,426
F	14,940)***
N	128

Sumber: Lampiran

Keterangan:

Baris pertama merupakan koefisien

Baris kedua merupakan t-statistik

*** Signifikan pada level 1%

Hipotesis pertama menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap tingkat utang. Hal ini dapat dilihat pada koefisien MAN pada model. Nilai koefisien MAN pada model sebesar 0,009, tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti hipotesis pertama kurang terdukung. Artinya perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Hipotesis kedua menyatakan bahwa keberadaan *Large External shareholders* berpengaruh negatif terhadap tingkat utang. Hal ini dapat dilihat pada koefisien LES pada model. Apabila koefisien bernilai negatif dan signifikan maka hipotesis terdukung. Pada model koefisien LES bernilai sebesar 0,001, dan tidak signifikan. Hal ini berarti hipotesis 2 tidak

terdukung. Artinya perusahaan yang memiliki kepemilikan *Large External shareholders* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Begitu juga pada koefisien DUMLES 0,068 dan tidak signifikan. Artinya dengan keberadaan kepemilikan *Large External shareholders* yang tinggi ataupun kepemilikan *Large External shareholders* yang rendah tidak berbeda.

Pada hipotesis ketiga menyatakan bahwa keberadaan *Large External shareholders* akan melemahkan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang. Model ini akan terdukung, apabila koefisien interaksi kepemilikan MAN dengan DUMLES bernilai negatif dan signifikan. Hal ini dapat dilihat pada koefisien interaksi antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan *Large External shareholders* (MANDUMLES) pada model yaitu sebesar -0,005, tetapi tidak signifikan. Ini berarti hipotesis 3 kurang terdukung, walaupun hasilnya negatif, tetapi kecil. Artinya interaksi antara kepemilikan manajerial dengan keberadaan *Large External shareholders* (MANDUMLES) tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang.

Variabel kontrol PROFTA pada model memiliki koefisien negatif (-2,438) dan signifikan, artinya PROFTA berpengaruh secara negatif terhadap *debt ratio*, yang berarti semakin tinggi PROFTA atau semakin tinggi tingkat profitabilitas yang didapatkan perusahaan akan semakin kecil tingkat hutang. Variabel kontrol GROWTA pada model memiliki koefisien negatif (-0,012) dan signifikan. Artinya GROWTA berpengaruh secara negatif terhadap *debt ratio*, semakin tinggi pertumbuhan total aktiva perusahaan maka akan semakin kecil tingkat utang. Sementara variabel LNSIZE, pada model memiliki koefisien positif (0,094) dan signifikan. Artinya *size* perusahaan berpengaruh secara positif terhadap *debt ratio*. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin besar utang perusahaan. Semakin besar perusahaan maka akan semakin mudah untuk mencari sumber dana.

Variabel kontrol FATA pada model memiliki koefisien (-0,105)) tetapi tidak signifikan, artinya naik turunnya FATA tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

R^2 memperlihatkan besarnya variasi variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen yang digunakan dalam model penelitian. Pada model variasi variabel kebijakan utang dengan *proxi debt ratio* dapat dijelaskan sebesar 42,6 % oleh variabel independen yang digunakan, sementara yang lainnya sebesar 57,4% dijelaskan oleh variabel lainnya diluar model. F-tes menunjukkan kemampuan model dalam memprediksikan kebijakan utang pada perusahaan. Karena pada semua model F hitungnya signifikan pada α 0,01 atau 1% maka model dapat memprediksi *debt ratio* dengan baik.

Pembahasan

Hipotesis pertama menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap tingkat utang. Hal ini dapat dilihat pada koefisien MAN pada model. Apabila bernilai positif dan signifikan maka hipotesis terdukung. Nilai koefisien MAN pada model sebesar 0,009, tetapi tidak signifikan. Hal ini berarti hipotesis 1 kurang terdukung. Artinya perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil riset dari variabel ini konsisten dengan penelitian Soliha dan Taswan (2002) Hal ini memperlihatkan bahwa kebijakan utang tidak dilatarbelakangi oleh mekanisme teori keagenan. Konflik keagenan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan eksternal dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi tidak terjadi, yang terjadi adalah konflik keagenan antara kepemilikan mayoritas dengan kepemilikan eksternal minoritas (Husnan, 2001).

Hipotesis 2 menyatakan bahwa keberadaan *Large External shareholders* berpengaruh negatif terhadap tingkat utang. Hal ini dapat dilihat pada koefisien LES pada model. Pada model koefisien LES bernilai sebesar 0,001, dan tidak signifikan. Hal ini berarti hipotesis 2 tidak terdukung. Artinya perusahaan yang memiliki kepemilikan *Large External shareholders* tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang. Begitu juga pada koefisien DUMLES 0,068 dan tidak signifikan. Artinya dengan keberadaan kepemilikan *Large External shareholders* yang tinggi dan kepemilikan *Large External*

shareholders yang rendah tidak berbeda. Hasil penelitian ini kontradiksi dengan penelitian yang dilakukan oleh Short *et al* (2002). Begitu juga hasil uji hipotesis 3 menyatakan bahwa keberadaan *Large External shareholders* akan melemahkan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang. Model ini akan terdukung, apabila koefisien interaksi kepemilikan MAN dengan DUMLES bernilai negatif dan signifikan. Hal ini dapat dilihat pada koefisien interaksi kepemilikan *Large External shareholders* (MANDUMLES) pada model yaitu sebesar -0,005, tetapi tidak signifikan. Ini berarti hipotesis 3 kurang terdukung, walaupun hasilnya negatif, tetapi kecil. Artinya interaksi antara kepemilikan manajerial dengan keberadaan *Large External shareholders* (LES) tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hasil riset dari variabel ini kontradiksi dengan penelitian yang dilakukan oleh Short *et al* (2002). Hal ini disebabkan karena perbedaan obyek penelitian dan karakteristik struktur kepemilikan, di Indonesia struktur kepemilikan terpusat sedangkan di UK struktur kepemilikan tersebar.

Perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan manajerial terpusat (terkonsentrasi) maka kepemilikan manajerial yang besar tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena kepemilikan saham perusahaan di Indonesia yang relatif terkonsentrasi (*closely held*). Negara yang memiliki perlindungan hukum yang rendah terhadap pemegang saham minoritas, kepemilikan sahamnya cenderung terkonsentrasi (Schleifer dan Vishney, 1997; La Porta, 1999). Pada kepemilikan saham yang terkonsentrasi pihak manajemen praktis diangkat dan diberhentikan oleh *controlling shareholder* (Husnan, 2001), maka masalah keagenan utama yang terjadi adalah antara *controlling shareholder* dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan merasa dirugikan kepentingannya karena *controlling shareholder* bisa mengendalikan manajemen, sehingga terkadang keputusan yang diambil dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas (Husnan, 2001). Artinya bahwa struktur kepemilikan manajerial yang terkonsentrasi, tidak mempengaruhi kebijakan

utang, kebijakan utang dilakukan manajer atas persetujuan komisaris.

PENUTUP

Kesimpulan

Berdasarkan penelitian dan hasil pengujian yang telah dilakukan maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan utang, tidak terdukung, walaupun koefisien MAN positif sebesar 0,009 tetapi tidak signifikan, Artinya tingkat kepemilikan manajerial tidak mempengaruhi dengan kebijakan utang perusahaan.
2. Keberadaan *Large External shareholders* berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang. Tidak signifikan atau hipotesis tersebut tidak terdukung berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang tidak terdukung. Artinya tinggi rendahnya tingkat kepemilikan LES tidak berpengaruh terhadap kebijakan utang.
3. Keberadaan *Large External shareholders* melemahkan hubungan yang positif antara kepemilikan manajerial dengan tingkat utang, Hipotesis tersebut tidak terdukung, artinya tinggi rendahnya tingkat keberadaan *Large External shareholders* tidak mempengaruhi kebijakan utang perusahaan.

Implikasi.

Perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan manajerial terpusat (terkonsentrasi) maka kepemilikan manajerial yang besar tidak begitu berpengaruh terhadap kebijakan utang. Hal ini disebabkan karena kepemilikan saham perusahaan di Indonesia yang relatif terkonsentrasi (*closely held*). Negara yang memiliki perlindungan hukum yang rendah terhadap pemegang saham minoritas, kepemilikan sahamnya cenderung terkonsentrasi (Schleifer dan Vishney, 1997; La Porta, 1999). Pada kepemilikan saham yang terkonsentrasi pihak manajemen praktis diangkat dan diberhentikan oleh *controlling shareholder* (Husnan, 2001), maka masalah keagenan utama yang terjadi adalah antara *controlling shareholder* dengan pemegang saham minoritas. Pemegang saham minoritas akan merasa

dirugikan kepentingannya karena *controlling shareholder* bisa mengendalikan manajemen, sehingga terkadang keputusan yang diambil dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas (Husnan, 2001). Artinya bahwa struktur kepemilikan manajerial yang terkonsentrasi, tidak mempengaruhi kebijakan utang, kebijakan utang dilakukan manajer atas persetujuan Komisaris.

Konflik keagenan antara kepemilikan manajerial dengan kepemilikan eksternal dalam struktur kepemilikan terkonsentrasi tidak terjadi, yang terjadi adalah konflik keagenan antara kepemilikan mayoritas dengan kepemilikan eksternal minoritas. Dengan demikian mekanisme dari teori keagenan berlaku pada tingkat kepemilikan tersebar. Hal ini kontradiktif dengan hasil penelitian Short *et al* (2002) di UK dengan struktur kepemilikan saham yang tersebar.

Keterbatasan dan Saran

1. Dalam penelitian ini model yang digunakan untuk menguji hipotesis sebaiknya terbebas dari masalah asumsi klasik. Pada penelitian ini semua model terkena heteroskedastisitas. Oleh karena itu, peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan model yang dapat mengakomodasi masalah tersebut atau menemukan penyebab heteroskedastisitas.
2. Sampel hanya terdiri dari perusahaan yang bergerak dalam bidang industri manufaktur, terdaftar di BEJ dari tahun 2000 sampai 2005, serta memenuhi kriteria tertentu. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan data dari perusahaan yang bergerak di bidang non industri manufaktur (dalam bidang keuangan), serta memperpanjang pengamatan sehingga sampel menjadi lebih banyak.
3. Perspektif keagenan pada penelitian ini kurang memperlihatkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Konflik ini tidak tergambarkan pada perbedaan tingkat kepemilikan manajerial, keberadaan *Large External shareholders*, dan tingkat *leverage* perusahaan. Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menggunakan pengukuran variabel yang

lain yang dapat menggambarkan konflik kepentingan.

REFERENSI

- Agrawal, A., and Mandelker, G.N., 1990, Large Shareholders and Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, No. 2, p. 143-161.
- Agrawal, A., and Mandelker, G.N. 1987, Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decision, *Journal of finance*, Vol. 42, No. 4, pp. 823-837.
- Bathala, C.T., Moon, K.P., and Rao, R.P., 1994, Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective, *Financial Management Journal*, Vol. 23, No. 3, p. 38-50.
- Bradley, M., Jarrell, G., and Kim, E.H., 1985, On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, p. 237-262.
- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D., Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, 1997, *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, pp. 1411-1438.
- Berglof, E., dalam Short, H., Keasey, K., and Duxbury, D., 2002, Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 9, No. 3, p. 375-399.
- Brigham, E.F., and Daves, P. R., 2004, *Intermediate Financial Management 8th Ed.*, Thomson, South-Western.
- Chaganti, R., and Damanpour, F., 1991, Institutional Ownership, Capital Structure and Firm Performance, *Strategic Management Juornal*, Vol. 12, No. 7, 479- 491.

- Cooper, D. and Schindler, P.S., 2003, *Business Research Methods 8th Ed.*, Mc.Graw-Hill, Singapore.
- Crutchley, C.E., and Hansen, R.S., 1989, A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, Vol. 18, No. 4, p. 36-46.
- Fama, Eugene F., 1980, Agency Problems and the Theory of The Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 21, p. 288-307.
- Friend, I., and Lang, L.H.P., 1988, An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 43, No. 2, p. 271-281.
- Grier, P. and Zychowicz, E.J., 1994, Institutional Investors, Corporate Discipline and the Role of Debt, *Journal of Economics and Business*, Vol. 46, No. 1, 1-11
- Grossman, S. and Hart, O., 1982, dalam Short, Keasey, K, dan Duxbury, D., 2002, Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 9, No. 3, p. 375-399.
- Gujarati, Damodaran N. (2003), *Basic Econometric*, Mc.Grawhill, New York.
- Husnan, Suad, 2001, "Corporate Governance dan Keputusan Pendanaan: Perbandingan Kinerja Perusahaan dengan Pemegang Saham Pengendali Perusahaan Multinasional dan Bukan Multinasional", *Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen, Ekonomi*, Vol. 1(1), pp. 1-12.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover, *American Economics Review*, Vol. 76, p. 323-326.
- Jensen, M.C., and Meckling, W.H., 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, p. 305-360.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T.S., 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 2, p. 247-263.
- Kim, W.S., and Sorenson, E.H., 1986, evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, No. 2, p. 131-141.
- Masdupi, Erni, 2002, *Analisis Dampak struktur kepemilikan pada kebijakan utang dalam mengontrol konflik keagenan*. Tesis Program Magister Sains Universitas Gadjah Mada, Tidak dipublikasikan.
- McConnell, J.J, and Servaes, H., 1995, Equity Ownership and the Two Faces of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, No. 1, p. 131-157.
- Mehran, Hamid, 1992, Executive Incentive Plans, and Capital Structure, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, No. 4, p. 539-560.
- Megginson, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory* Addison- Wesley Education Publisher Inc.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., and Rimbey, J.N., 1995, An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy, *The Financial Review*, Vol. 30, No. 2, p. 367-385.
- Myers, S.C., 1977, Determinant of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, pp. 147-175.
- Myers, S. C., 1984, The capital Structure Puzzle, 1984, *Journal of Finance*, Vol. 39, No. 3, pp. 575-592.
- Pound, J., 1988, Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20(1/2), p. 237-265.

- Rao, R.K.S., 1995, *Financial Management Concepts and Applications*, 3rd edition, South Western College Publishing Cincinnati, Ohio.
- Ross, S., 1977, The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach, *Bell Journal of Economics*, Vol. 8 No. 1, p. 319- 328.
- Shleifer, Andrey, and Robert W Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. LII, pp. 737-783
- Short, H., Keasey, K, and Duxbury, D., 2002, Capital Structure, Management Ownership and Large External Shareholders: A UK Analysis, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 9, No. 3, p. 375-399.
- Soliha, Euis dan Taswan, 2002, “Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Serta Beberapa faktor yang Mempengaruhinya, *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol 9, No. 2, September 2002, PP.149-163.